

0- 792056

На правах рукописи

УЛЬЯНОВ АНДРЕЙ ИГОРЕВИЧ

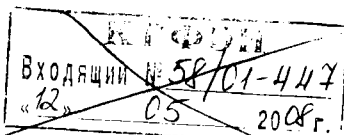
**СТАТИСТИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ РОЛИ
ДИВИДЕНДОВ В РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКЕ**

Специальность 08.00.12 – “Бухгалтерский учет, статистика”

АВТОРЕФЕРАТ

Диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Москва – 2008



Работа выполнена на кафедре Математической статистики и эконометрики Московского государственного университета экономики, статистики и информатики (МЭСИ).

Научный руководитель: доктор экономических наук, профессор
Мхитарян Владимир Сергеевич

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор
Садовникова Наталья Алексеевна

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КГУ



0000689856

Ведущая организация.

кандидат экономических наук, доцент
Батуева Аюрика Дашицыреновна

Международный университет в Москве

Защита состоится **05 июня 2008 г.** в 14⁰⁰ часов на заседании диссертационного совета по Бухгалтерскому учету и статистике Д212.151.02 в Московском государственном университете экономики, статистики и информатики,

(
г. ВСКОВОГО
ГИКИ.

А

Уч

ДИ

к.э.н., доцент

Н.Я. Бамбаева

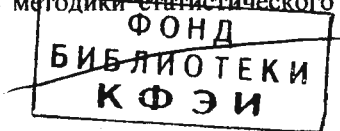
ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. Дивидендная политика российских корпораций должна повышать привлекательность фондового рынка для инвесторов и как следствие способствовать развитию экономики страны. Дивиденды являются не только одной из составляющих частей доходности акции, увеличивающей благосостояние акционеров, но и индикатором финансового состояния компании. По динамике дивидендной политики инвесторы могут судить о перспективах компаний и оценивать достигнутые компаниями цели. Выбор дивидендной политики, направленной на повышение дохода существующих и привлечение новых акционеров, должен стать приоритетным стратегическим направлением деятельности менеджмента корпорации.

В настоящее время издано достаточно научных трудов по проблематике фондового рынка, корпоративному управлению, природе прибыли компаний и бухгалтерскому учёту, однако наблюдается недостаток научной литературы по дивидендной теории применительно к практическим аспектам российского фондового рынка. Прежде всего, это связано с необходимостью сбора, обработки и анализа данных, характеризующих относительно недавно зародившийся в нашей стране и динамично развивающийся фондовый рынок. Исследователи сталкиваются с несовершенством существующей системы раскрытия информации о фондовом рынке, официальная статистика не всегда располагает необходимыми данными по фондовому рынку, а ряд сводных показателей, позволяющих оценить роль дивидендов на микро- и макроуровне, не рассчитывается государственными структурами.

Стремление к эффективному размещению ресурсов побуждает участников фондового рынка проводить всесторонний анализ положения компаний для принятия инвестиционных решений. Дивидендные выплаты являются показателем качества корпоративного управления и важнейшим фактором повышения капитализации отечественного фондового рынка, что свидетельствует об актуальности темы настоящего исследования.

Цель и задачи диссертационного исследования. Цель исследования состоит в разработке методики статистического анализа



дивидендных выплат российских компаний, их влияния на показатели деятельности компаний и макропоказатели российской экономики.

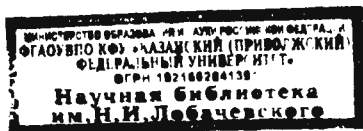
В соответствии с целью в работе поставлены и решены следующие задачи:

- исследовать информационные источники анализа дивидендов и наметить пути их совершенствования;
- проанализировать динамику дивидендных выплат российских корпораций и выявить ее тенденции на современном этапе развития;
- сопоставить различные методы оценки рыночной капитализации компаний и выявить методы, наиболее адекватные современным российским условиям;
- исследовать взаимосвязь дивидендов и других экономических индикаторов на микро- и макроэкономическом уровнях;
- проанализировать влияние дивидендов на состояние и развитие современной российской экономики;
- провести сравнительный анализ важнейших индикаторов российского и зарубежных фондовых рынков;
- проанализировать влияние дивидендных выплат на ценообразование фьючерсных и опционных контрактов.

Объектом исследования являются дивидендные выплаты российских компаний.

Предметом исследования являются методы исследования уровня и динамики дивидендных выплат в российской экономике.

Теоретической и методологической основой исследования послужили труды отечественных и зарубежных авторов по статистике, экономической теории, проблемам фондового рынка, корпоративному управлению, бухгалтерскому учету, дивидендной политике корпораций, управлению инвестициями. В качестве исследовательского инструментария использовались многомерные статистические методы корреляционного, регрессионного, кластерного и факторного анализов, методы коэффицентного финансового анализа, анализа временных рядов, а также табличные и графические методы представления результатов исследования. При решении поставленных задач использовались пакеты прикладных программ STATISTICA, Microsoft Excel и Access.



Информационную базу исследования составили официальные данные Федеральной службы государственной статистики и фондовых бирж, финансовая отчётность компаний (по МСФО или US GAAP), годовые и ежеквартальные отчёты эмитентов ценных бумаг, данные и рекомендации международных организаций в области фондового рынка, данные уполномоченных ФСФР России агентств по раскрытию информации о рынке ценных бумаг.

Научная новизна исследования состоит в разработке методики комплексного статистического анализа влияния величины и уровня дивидендных выплат на капитализацию компаний, рынок акций в целом и основные макроэкономические показатели. К числу наиболее существенных результатов, полученных лично автором и обладающих элементами научной новизны, относятся следующие:

- проведен статистический анализ динамики дивидендов российских компаний;
- разработана и апробирована методика исследования влияния дивидендов на финансовые показатели компаний, характеризующие уровень их капитализации;
- предложен алгоритм анализа взаимосвязи совокупных дивидендов с ключевыми макроэкономическими показателями, позволивший выявить общность динамики дивидендов и основных показателей финансового рынка;
- разработана методика сопоставления результатов различных методов оценки капитализации, выявившая преимущества метода дивидендных потоков при экспресс-оценке капитализации российских компаний;
- предложена методика статистического анализа взаимосвязи показателя дивидендной доходности и других показателей российского фондового рынка с аналогичными индикаторами зарубежных рынков;
- проанализирована обоснованность цен производных инструментов российского финансового рынка с использованием методов ценообразования, применяемых на зарубежных рынках.

Практическая значимость исследования заключается в том, что полученные результаты и выводы были использованы в работе Депозитария ОАО АКБ “РОСБАНК”, а также могут быть применены инвестиционными компаниями при анализе отраслевых сегментов фондового рынка и оценке результативности деятельности корпораций.

Апробация работы. Основные положения и выводы диссертационной работы были доложены на двух научных конференциях: Всероссийской научной конференции молодых ученых, аспирантов и студентов: Прикладные аспекты статистики и эконометрики (Москва, МЭСИ, апрель 2006 г.); Научно-практической конференции “Научные исследования в области экономики, информационных технологий и юриспруденции с использованием технологий E-Learning” (Москва, МЭСИ, декабрь 2007г.).

Публикации. Основные результаты исследования опубликованы в шести научных работах, в том числе одна статья – в журнале, рекомендованном ВАК РФ, общим объемом 1,9 п.л.

Структура диссертации. Работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

Во введении обоснована актуальность выбранной темы, определены цели, задачи, объект и предмет исследования, раскрыты научная новизна и практическая значимость полученных результатов.

В первой главе “Дивиденды как объект статистического исследования” проанализировано влияние дивидендов на инвестиционную привлекательность российских компаний, исследованы направления развития информационной базы анализа дивидендов, дана характеристика дивидендной политике российских корпораций, а также обоснованы преимущества статистических методов исследования дивидендов.

Дивидендные выплаты производятся из чистой прибыли общества в денежной форме или в форме реальных, имеющих внутреннюю стоимость, активов. Несмотря на то, что дивидендные выплаты уменьшают чистую прибыль акционерного общества, принося

акционерам зачастую незначительный доход, акционеры и аналитики фондового рынка приветствуют объявления и начисления дивидендов, что является важнейшим фактором повышения стоимости акций компании, в то время как невыплата дивидендов или же их сокращение являются предвестниками снижения конкурентоспособности компании.

Как известно, доходность акции складывается из двух составляющих: дивидендного дохода и курсовой доходности. На основании расчёта среднего значения каждой составляющей доходности нескольких наиболее ликвидных акций российского рынка за 2000-2006г.г. получены результаты, позволяющие сделать вывод о пропорциональности курсовой и дивидендной доходности на российском рынке ценных бумаг. Из крупнейших компаний лишь по обыкновенным акциям ОАО «Сургутнефтегаз» курсовая доходность возростала несколько более высокими темпами, чем дивидендная доходность. Это свидетельствует о том, что российский рынок ценных бумаг пока находится в стадии становления. Как показали американские исследователи Ю.Фама и К.Френч, такая же картина складывалась на американском фондовом рынке в 1870-1950г.г.

В работе показано, что под дивидендной политикой понимается схема, которой придерживается менеджмент компании при определении размера и частоты периодических выплат акционерам и которая всецело определяется компанией-эмитентом. Важнейшим индикатором дивидендной политики является коэффициент дивидендных выплат, который определяется как отношение дивидендов к чистой прибыли корпорации и показывает долю прибыли, отчуждаемую в пользу акционеров. Компании естественно заинтересованы уменьшать эту долю, однако ещё сильнее они заинтересованы в привлечении новых и удержании существующих средств инвесторов с минимальными затратами для корпорации. Поэтому дивидендная политика состоит в поиске таких режимов дивидендных выплат, которые способствуют решению этой задачи.

На рис. 1 представлена динамика дивидендных выплат важнейших российских компаний, относящихся к различным видам экономической деятельности.

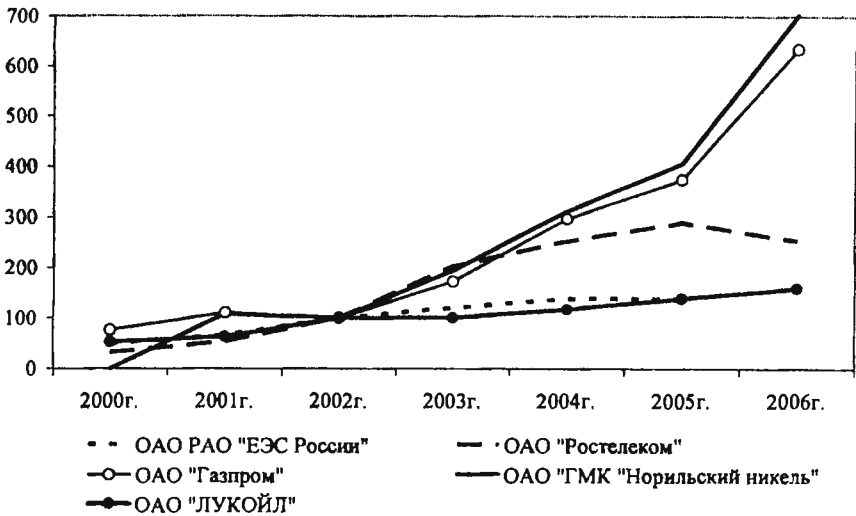


Рис. 1. Дивидендные выплаты важнейших российских компаний (2002г.=100)

Судя по рис. 1, наиболее значительный рост наблюдается у дивидендов ОАО "Газпром" и ОАО "ГМК "Норильский Никель" – весьма перспективных российских компаний. Дивиденды других компаний также возрастают, хотя и меньшими темпами.

Результаты статистического исследования дивидендов российского фондового рынка свидетельствуют о том, что дивидендная политика большинства российских корпораций в настоящее время направлена на ежегодное увеличение дивидендных выплат вне зависимости от размеров получаемой ими чистой прибыли.

При этом уровень дивидендных выплат по отношению к прибыли (коэффициент дивидендных выплат) ведет себя по-разному в различных отраслях экономики. Как следует из рис. 2 на предприятиях электросвязи он возрастает, а в нефтяной и газовой отрасли – снижается. Это говорит о существовании отраслевых особенностей дивидендной политики.



Рис. 2. Коэффициент дивидендных выплат компаний (по видам экономической деятельности)

Основным источником информации для анализа дивидендной политики корпораций является их финансовая отчетность, составленная по международным стандартам. Она позволяет сопоставить уровень и динамику дивидендных выплат с другими финансовыми показателями компаний, и таким образом проанализировать зависимость дивидендных выплат от финансовых результатов компаний. Другим аспектом исследования дивидендов является анализ их распределения по секторам экономики, в которые эти выплаты направляются. На вопрос, какой объем акций держат домашние хозяйства, государство, российские корпорации, и какой размер дивидендных выплат приходится на этот объем акций, могут ответить таблицы финансового счёта, являющиеся составной частью Системы национальных счетов. Проблема заключается в том, что финансовый счет системы национального счетоводства в России не составляется. Это связано с тем, что хранение ценных бумаг и учет прав собственности на них в интересах инвесторов как правило осуществляют посредники – номинальные держатели ценных бумаг. Они, с одной стороны, должны предоставлять информацию о конечных владельцах ценных бумаг, с

другой стороны, обязаны обеспечивать конфиденциальность информации о счетах клиентов. Всё это затрудняет получение данных о дивидендных выплатах в разрезе секторов экономики. В диссертации отмечается, что для решения этой проблемы целесообразно создание центрального депозитария, который будет обеспечивать единую в стране систему учета прав собственности на ценные бумаги.

С точки зрения инвесторов дивиденды должны быть не ниже процентов по долговым обязательствам, что обеспечит инвесторам некоторую минимальную степень доходности. С другой стороны, компании, как правило, выплачивают дивиденды, превышающие указанный уровень по отношению к номинальной стоимости акции, хотя по отношению к текущему рыночному курсу этот уровень зачастую оказывается ниже. Эти два аспекта дивидендов отражаются различными экономическими показателями. В частности, интересы инвестора отражаются двумя коэффициентами, один из которых представляет собой отношение дивидендов к акционерному капиталу, а другой – к рыночной капитализации компании (его динамика отражена на рис. 3).



Рис. 3. Отношение дивидендных выплат к рыночной капитализации компаний (по видам экономической деятельности)

Интересы корпорации как эмитента акций характеризуются коэффициентом дивидендных выплат, равным соотношению между дивидендами и чистой прибылью. Данный показатель не демонстрирует выраженного роста, что при росте прибыли отражает интересы как инвесторов, так и эмитентов.

Настоящее исследование ориентировано на выяснение роли дивидендов в экономике с позиций интересов как инвесторов, так и эмитентов. Многогранность природы дивидендов и значительная их зависимость от субъективных факторов делает статистические методы наиболее адекватным инструментом их исследования.

Во второй главе “Статистическое исследование влияния дивидендов на показатели фондового рынка и рыночную оценку компаний” проводится анализ влияния дивидендов на рыночную оценку российских компаний и котировки срочных контрактов, анализируется взаимосвязь дивидендной доходности и других показателей рынков акций.

В работе проанализировано, в какой степени на российском развивающемся фондовом рынке реализуются зависимости между дивидендами и курсами акций, характерные для развитых рынков.

При фундаментальном анализе российских компаний проведено сравнение метода дисконтирования денежного потока и метода дивидендных потоков, показавшее преимущества последнего при оценке компаний.

Рыночная стоимость компании в начале текущего периода ($V(0)$) по методу дисконтирования денежного потока определяется как:

$$V(0) = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{1}{(1+\rho)^{t+1}} [R(t) - O(t)] \quad (1),$$

где $R(t)$ – поток денежных поступлений за период t , а $O(t)$ – их отток; ρ – норма капитализации ожидаемого дохода компании;

Метод дивидендных потоков определяет текущую стоимость акции как дисконтированный поток дивидендов, которые будут выплачены на эту акцию за бесконечный будущий период времени. Стоимость фирмы в целом по методу дивидендных потоков определяется по формуле:

$$V(0) = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{D(t)}{(1 + \rho)^{t+1}} \quad (2),$$

где $D(t)$ означает ту часть дивидендов, выплачиваемых за период t , которая приходится на акции, приобретенные до начала текущего периода.

Оба рассмотренных выше метода были апробированы в ходе исследования применительно к двум крупнейшим российским корпорациям – ОАО "ГМК "Норильский никель" и ОАО «Лукойл».

В табл. 1 приведены расчетные значения рыночной стоимости капитала ОАО "ГМК "Норильский никель", полученные методом дисконтирования дивидендных потоков при дивидендах 1,2 млрд. долларов США в 2006 г. и различных значениях нормы капитализации дохода ρ и темпа роста дивидендов β .

Фактически рыночная капитализация ОАО "ГМК "Норильский никель" в среднем за 2006 г. составила 23,4 млрд. долларов США, а на конец 2006 г. – 29,6 млрд. долларов США.

Расчетные значения рыночной стоимости капитала ОАО "ГМК "Норильский никель" по методу дивидендных потоков совпадают с фактической рыночной капитализацией при $\rho=0,05$; $\beta=1,0$ или $\rho=0,06$; $\beta=1,01$. Данные значения ρ и β отвечают современному состоянию рынка, что свидетельствует об адекватности выполненного расчета. Расчет по методу дисконтирования денежного потока дает приближение к фактическому значению капитализации при нереально высоком значении ρ , превышающем 0,14 (при $\beta=1$). Расчеты выполнялись на основе долларовых значений ρ , поскольку ОАО "ГМК "Норильский никель" является транснациональной корпорацией, цены на акции которой в значительной степени формируются на зарубежных торговых площадках.

Таким образом, исследование показывает предпочтительность применения метода дивидендных потоков при проведении фундаментального анализа компании. Аналогичные результаты получены для ОАО «Лукойл».

Таблица 1.

Расчетные значения рыночной стоимости капитала
ОАО "ГМК "Норильский никель", млрд. долларов

$\beta \backslash \rho$	1,0	1,005	1,01	1,015	1,02	1,025
0,03	38.0	44.0	51.8	61.9	75.3	93.3
0,04	29.5	33.2	38.0	43.9	51.6	61.6
0,05	23.8	26.4	29.4	33.2	37.9	43.8
0,06	20.0	21.7	23.8	26.4	29.4	33.2
0,07	17.1	18.4	20.0	21.7	23.8	26.3
0,08	15.0	16.0	17.1	18.4	20.0	21.7
0,09	13.3	14.1	15.0	16.0	17.1	18.4
0,10	12.0	12.6	13.3	14.1	15.0	16.0
0,11	10.9	11.4	12.0	12.6	13.3	14.1
0,12	10.0	10.4	10.9	11.4	12.0	12.6
0,13	9.2	9.6	10.0	10.4	10.9	11.4
0,14	8.6	8.9	9.2	9.6	10.0	10.4

Одним из важных звеньев рыночной экономики является рынок срочных контрактов – фьючерсных и опционных – оборот которых в развитых странах значительно превышает объем торгов на рынке базового актива. Срочный рынок появился и у нас в стране, когда в октябре 1992 года начались торги фьючерсами на доллар США на Московской товарной бирже.

Объем торгов на срочном рынке РТС (FORTS) стремительно увеличивался в последние годы: в октябре 2002 г. объем торгов фьючерсами составил 263,8 млн. долларов США, опционами – 5,4 млн. долларов США, а в октябре 2007 г. объем торгов фьючерсами составил 29,7 млрд. долларов США, опционами – 8,9 млрд. долларов США.

В диссертации произведены расчёты справедливой стоимости фьючерсов на акции крупнейших российских корпораций, торгуемых на FORTS (ОАО "ГМК "Норильский никель", ОАО "Газпром", ОАО

“Лукойл”), и опционов на фьючерсы на эти же акции при различных значениях дивидендов: фактическом дивиденде, выплаченном за предыдущий год, а также дивидендах, изменённых как в большую, так и в меньшую стороны по сравнению с фактическим значением (примерно в 5-6 раз). Таким образом, для каждой корпорации определены три цены фьючерса, которые были сопоставлены с фактическими котировками фьючерса, сложившимися за период обращения контракта на РТС. Аналогично определены три цены опциона, которые также были сопоставлены с фактическими котировками опциона на РТС.

Расчетные цены на опционы получены по формуле Блэка-Шоулза, которая для опционов европейского типа (дающих право купить или продать определённое количество базового актива по определённой цене на определённую дату в будущем) имеет вид:

$$C_0 = S_0 e^{-\delta T} N(d_1) - X e^{-rT} N(d_2) \quad (3),$$

$$\text{где } d_1 = \frac{\ln(S_0 / X) + (r - \delta + \sigma^2 / 2)T}{\sigma \sqrt{T}} \quad (4),$$

$$d_2 = d_1 - \sigma \sqrt{T} \quad (5),$$

где C_0 – текущая стоимость опциона на покупку; S_0 – курс базового актива на момент оценки стоимости опциона; $N(d)$ – вероятность того, что значение нормально распределённой переменной меньше d ; X – цена исполнения опциона при покупке базового актива (в будущем); δ – годовая дивидендная доходность базового актива; r – безрисковая процентная ставка на срок, равный сроку истечения опциона; T – промежуток времени до срока истечения опциона (в годах); σ – стандартное отклонение непрерывно начисляемой доходности подлежащего актива.

На формулу (3) был наложен ряд ограничений, учитывающих специфику российского рынка, в т.ч. исключается отказ от исполнения опциона. Именно поэтому сделано допущение, что исследуемые опционы являются опционами европейского типа.

На рис. 4 показаны фактическая и рассчитанные по формуле Блэка-Шоулза цены на опцион на покупку фьючерса на акции ОАО “Лукойл” при изменяющейся величине дивидендов на акции.

Аналогичные результаты были получены при расчете справедливой цены на опционы на покупку фьючерсов на акции ОАО

“Газпром” и ОАО “ГМК “Норильский никель”. Согласно расчетам, произведенным по формуле Блэка-Шоулза, все рассмотренные опционы являются несколько переоценёнными, хотя расчётная цена хорошо описывает общую динамику цен.

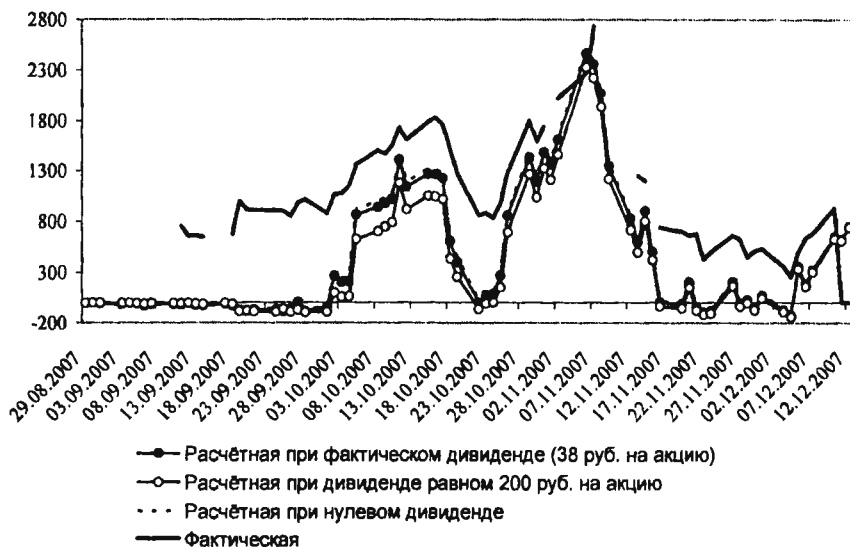


Рис. 4. Цены опциона на фьючерс ОАО "Лукойл", руб.

Как показало исследование, инвесторы, применяя производные инструменты, не ориентируются на дивидендную доходность базовых акций, а ориентируются на их курсовую стоимость. Результаты расчетов подтвердили обоснованность динамики цен производных инструментов российского финансового рынка с использованием формулы ценообразования фьючерсов и формулы Блэка-Шоулза, применяемых на иностранных рынках.

В диссертации произведен статистический анализ доходности акций (дивидендной и курсовой), коэффициента “цена/доходность” и скорости оборачиваемости акций на фондовых биржах разных стран. Скорость оборачиваемости является характеристикой ликвидности и емкости фондового рынка, т.е. способности рынка принимать деньги инвесторов. Исследуемые показатели были рассчитаны для ведущих фондовых бирж различных стран по данным Всемирной ассоциации

фондовых бирж. На рис. 5 представлена дивидендная доходность ведущих фондовых бирж ряда зарубежных стран и России.

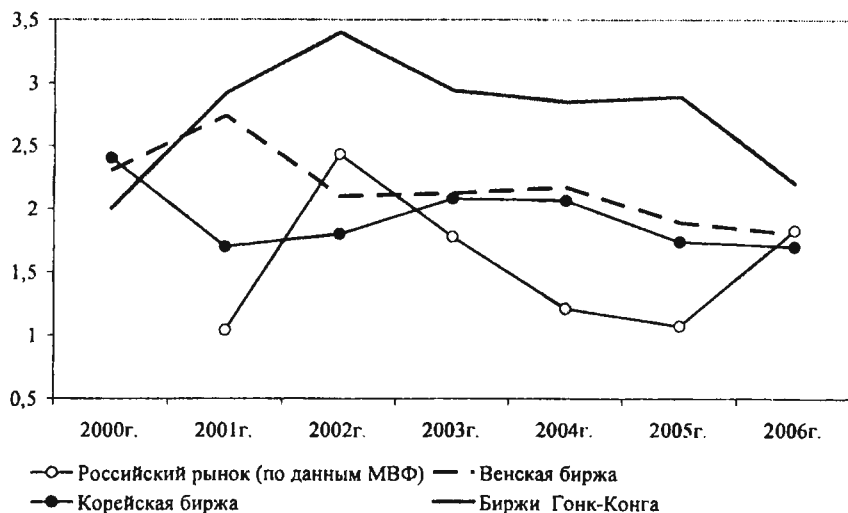


Рис. 5. Дивидендная доходность некоторых иностранных и российского фондовых рынков, %

Для анализа тенденций изменения вышеперечисленных показателей, временные ряды их значений за 1990-2006 г.г. по 12 иностранным биржам были разбиты на кластеры. Анализ показал, что аналогичные ряды показателей российских бирж существенно отличаются от рядов-представителей любого из полученных кластеров.

Таким образом, динамика показателя дивидендной доходности российского рынка в значительной степени отличается от динамики аналогичного показателя иностранных рынков.

Третья глава “Статистический анализ роли дивидендных выплат на микро- и макроэкономическом уровнях” посвящена анализу взаимосвязи нормы дивидендных выплат и других финансовых коэффициентов компаний, сравнительному исследованию динамики совокупных дивидендных выплат и ключевых макроэкономических показателей, а также экономической интерпретации выявленных статистических связей, что дало возможность охарактеризовать роль

дивидендов в современной российской экономике.

В диссертации проведен коэффициентный финансовый анализ крупнейших российских корпораций по итогам их деятельности за 2005 год. При этом наибольшее внимание уделено финансовым показателям, характеризующим уровень дивидендных выплат. Проанализирована динамика изменения финансовых коэффициентов ряда крупнейших российских корпораций за 2000-2005 г.г., для чего отобраны 18 сопоставимых компаний, по которым имеется информация за весь исследуемый период.

Финансовые коэффициенты рассчитаны по данным финансовой отчетности компаний по МСФО. В отличие от российских стандартов МСФО позволяют сопоставить активы и финансовые результаты корпораций с акционерным капиталом.

На рис. 6 показана динамика изменения за 2000-2005 годы годовой суммарной прибыли этих корпораций, принадлежащей акционерам, и годовой суммы объявленных (начисленных) дивидендов.

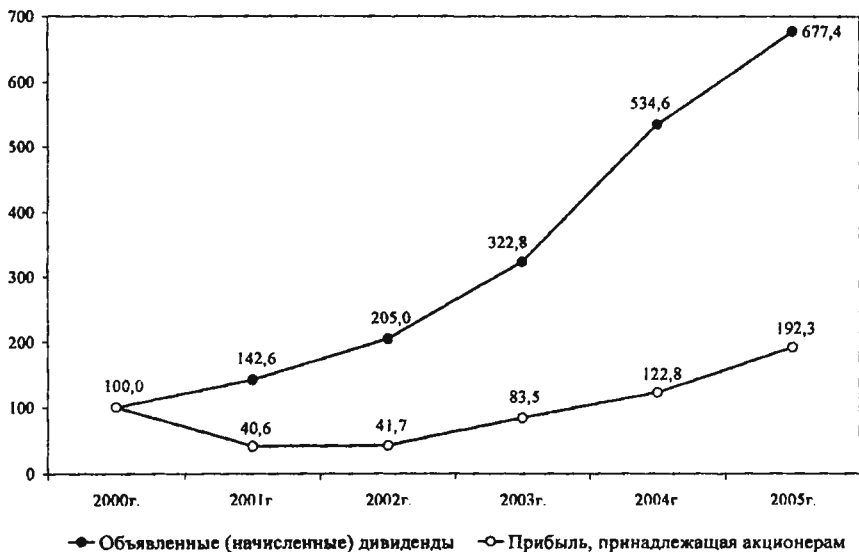


Рис. 6. Динамика прибыли, принадлежащей акционерам, и дивиденды по рассматриваемым крупнейшим российским компаниям (2000г.=100)

По рис. 6 видно, что в рассматриваемом временном интервале произошел рост как прибыли, принадлежащей акционерам, так и величины объявленных (начисленных) дивидендов российских корпораций. Причем, дивиденды возрастали более высокими темпами, что свидетельствует об улучшении корпоративного управления.

Регрессионная модель финансового коэффициента “цена-доходность” строилась по данным $n=33$ крупнейших российских компаний за 2005 г., каждая из которых характеризуется $k=19$ финансовыми коэффициентами.

Коэффициент “цена-доходность” отражает соотношение между среднегодовой рыночной капитализацией компании и прибылью, принадлежащей акционерам. Рассчитанный таким образом коэффициент несколько отличается от традиционного метода его расчета, поскольку в данном случае в числителе используется среднегодовая капитализация, а не капитализация на конец года. За счёт этого улучшается сопоставимость показателей прибыли и капитализации.

Регрессионное уравнение, полученное с помощью пошагового алгоритма с включением переменных, имеет вид:

$$\hat{y} = 0,653 \cdot x_1 + 0,43 \cdot x_2 - 0,49 \cdot x_3 - 0,819 \cdot x_4 \quad (6),$$

$$(7,77) \quad (4,46) \quad (-4,7) \quad (-6,86)$$

$$R^2 = 0,82 ; \quad F = 31,57 ,$$

где \hat{y} – коэффициент “цена-доходность”;

x_1 – коэффициент дивидендных выплат, показывающий долю дивидендов в прибыли компании, принадлежащей акционерам;

x_2 – коэффициент ликвидности – отношение оборотных активов к краткосрочным обязательствам;

x_3 – рентабельность активов, равная отношению прибыли (до вычитания налога на прибыль и прибыли дочерних компаний, принадлежащей их миноритарным акционерам) к сумме оборотных и внеоборотных активов;

x_4 – норма инвестирования, равная отношению величины чистых денежных средств, использованных в инвестиционной деятельности, к прибыли (до вычитания налога на прибыль и прибыли дочерних компаний, принадлежащей их миноритарным акционерам). Данный коэффициент показывает, не потребляет ли компания больше средств,

чем создаёт.

Уравнение (6) построено на основе нормированных значений зависимой и объясняющих переменных. Оно объясняет 82% всей дисперсии зависимой переменной.

Значения F и t-критерия свидетельствуют о значимости при $\alpha=0,05$ уравнения регрессии и его коэффициентов.

Из уравнения регрессии следует, что наиболее сильное влияние на коэффициент “цена-доходность” оказывают норма инвестирования и коэффициент дивидендных выплат, причем с ростом уровня дивидендных выплат коэффициент “цена-доходность” увеличивается, а с ростом нормы инвестирования – уменьшается. Такая взаимосвязь между показателем “цена-доходность” и нормой инвестирования объясняется тем, что чем выше величина денежных средств, используемых компанией в инвестиционной деятельности, тем меньше дисконтированная величина будущих свободных денежных потоков, следовательно, ниже оценка компании участниками рынка и меньше значение коэффициента “цена-доходность”. Это вполне согласуется с формулой (1). Рост дивидендных выплат способствует повышению рыночной капитализации компаний, что отражается также формулой (2). Эти две формулы и регрессионное уравнение (6) отражают один и тот же факт – влияние дивидендов на рыночную оценку компаний, что является свидетельством движения российского рынка к эффективному состоянию.

Уравнение (6) характеризует взаимосвязь коэффициента дивидендных выплат и других финансовых коэффициентов на микроуровне. Исследование взаимосвязи показателей на макроуровне осуществлено путем статистического анализа рядов значений 48 макроэкономических показателей за 7 лет (2000-2006 г.г.), исчисленных в процентах к единой базе (2000 г.).

С помощью кластерного анализа указанная совокупность показателей была разбита на 6 групп по алгоритму К-средних. Наибольший интерес для исследования представляет кластер, куда вошли 5 показателей: начисленные дивиденды по сопоставимому кругу компаний; денежная масса M2; объем кредитов, предоставленных банками организациям и физическим лицам; среднесуточное значение индекса РТС; международные резервы Российской Федерации.

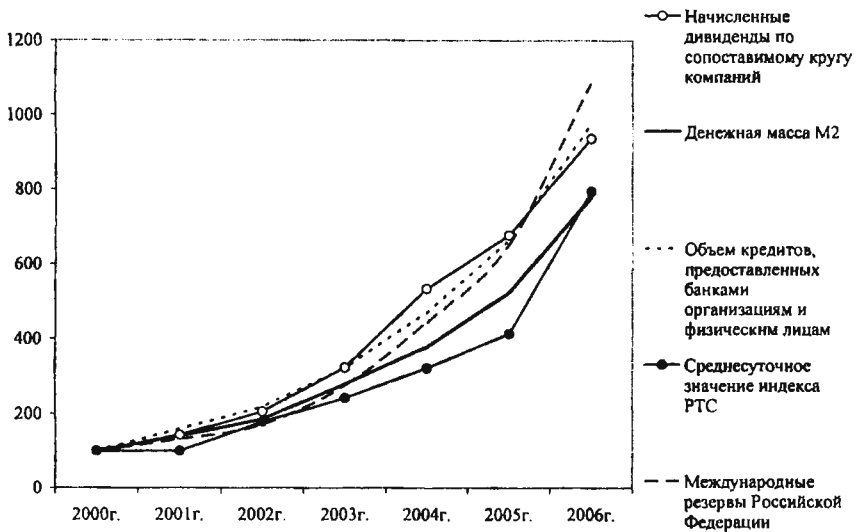


Рис. 7. Динамика дивидендов и индикаторов финансового рынка (2000г.=100)

Таким образом, динамика дивидендов имеет высокую степень общности с индикаторами финансового рынка. Отсюда следует вывод, что, принимая решения о выплате дивидендов, корпорации ориентируются не только на собственные финансовые результаты, но в значительной степени – на состояние финансового рынка, которое находится под влиянием массы присутствующей на нем ликвидности.

В определенной степени это обусловлено двойственной природой дивидендов. С одной стороны, дивиденды – часть прибыли, и в этом качестве они являются “остаточной” экономической величиной, связанной с финансовыми результатами деятельности компаний. С другой стороны, дивиденды – необходимая выплата акционерам, обязательность которой поддерживается кодексом корпоративного управления, а ее динамика связана с ожиданиями инвесторов на фоне текущей конъюнктуры финансового рынка.

Суммарная величина дивидендов и денежная масса изменяются однонаправленно, то есть на макроэкономическом уровне дивиденды находятся под влиянием общего уровня цен и инфляции. С другой

стороны, взаимосвязь коэффициентов дивидендных выплат и “цена-доходность” означает, что величина дивидендов является важнейшим ценообразующим фактором на акции конкретных компаний. Данное обстоятельство является бесспорным признаком справедливого ценообразования на российском фондовом рынке. В этом состоит микроэкономическая роль дивидендов, которая подтверждена проведенным статистическим анализом. Показано также, что хотя дивидендные политики российских компаний схожи, доля чистой прибыли, выплачиваемая акционерам, у разных компаний даже одного вида экономической деятельности различна. Это значит, что в настоящее время абсолютная масса дивидендов имеет для компаний большее значение, чем их доля в прибыли.

Макроэкономическая роль дивидендных выплат заключается во влиянии этих периодических платежей на капитализацию всего российского рынка в целом, что оказывает положительное воздействие на приближение рынка к эффективному состоянию и развитию экономики России.

В заключении диссертации обобщены результаты проведенного исследования, сформулированы основные выводы и рекомендации.

По теме диссертации опубликованы следующие работы:

1. Ульянов А.И. О динамике дивидендных выплат крупнейших российских корпораций // Вопросы статистики. – 2008. – №1. – 0,9 п.л.
2. Ульянов А.И. О дивидендной и курсовой доходности на российском фондовом рынке // Тезисы докладов Всероссийской научной конференции молодых ученых, аспирантов и студентов: Прикладные аспекты статистики и эконометрики (МЭСИ, апрель 2006 г.). – М.: МЭСИ, 2006. – 0,1 п.л.
3. Ульянов А.И. О взаимосвязи коэффициента “price-earnings” с уровнем дивидендных выплат. Сборник научных трудов научно-практической конференции “Научные исследования в области экономики, информационных технологий и юриспруденции с использованием технологий E-Learning”, – М.: МЭСИ, 2007. – 0,3 п.л.

4. Ульянов А.И. О роли дивидендов и процентной ставки в ценообразовании опционов // Математико-статистический анализ социально-экономических процессов: Межвузовский сборник научных трудов, выпуск 3. – М., МЭСИ, 2006. – 0,3 п.л.

5. Ульянов А.И. О динамике дивидендной доходности фондовых рынков разных стран // Математико-статистический анализ социально-экономических процессов: Межвузовский сборник научных трудов, выпуск 5. – М., МЭСИ, 2008. – 0,1 п.л.

6. Ульянов А.И. О взаимосвязи дивидендов с некоторыми макроэкономическими показателями // Математико-статистический анализ социально-экономических процессов: Межвузовский сборник научных трудов, выпуск 5. – М., МЭСИ, 2008. – 0,2 п.л.



102

Подписано к печати 28.04.08

Формат издания 60x84/16

Печ.л. 1,4

Заказ № 7534

Бум. офсетная №1

Уч.-изд.л. 1,3

Печать офсетная

Тираж 100 экз.

Типография издательства МЭСИ. 119501, Москва, Нежинская ул., 7